

多元化渠道成长潜力大，木门带动品类拓展创新

2023 年 05 月 09 日

事件：4 月 29 日，江山欧派发布 2022 年年报和 2023 一季报，2022 年实现营收/归母净利润/扣非净利润 32.09/-2.99/-3.74 亿元，同比变动+1.63%/-216.20%/-273.33%，22Q4 实现营收/归母净利润/扣非净利润 9.96/-3.29/-3.36 亿元，同比变动+14.50%/-867.56%/-704.67%，23Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 6.82/0.59/0.38 亿元，同比增长 38.98%/5.64%/361.98%。

门类产品保持较快增长，销售网络覆盖范围广阔：2022 年公司夹板模压门/实木复合门/柜类产品分别实现收入 19.98/6.76/2.07 亿元，同比变动+3.44%/+12.93%/-3.34%，占比分别为 65.4%/22.1%/6.8%，同比变动-1.0/+1.5/-0.6pct。分渠道看，22 年公司经销商渠道/工程渠道/代理商渠道实现收入 8.76/11.91/9.09 亿元，同比变动+26.40%/-26.96%/+80.51%。公司大力拓展经销商和代理商渠道，提升市场占有率，22 年末公司拥有经销商、工程代理商 24000 余家、470 余家，较 21 年末增加 11000 余家、170 余家。

销售结构调整，毛利率暂承压，费用率稳定：公司 22A/22Q4/23Q1 公司毛利率同比降低 5.25/4.84/3.24pct 至 23.85%/18.14%/21.67%，主因 1) 工程客户渠道产品售价同比下降；2) 毛利率较低的款清业务占比上升。费用方面，22 年公司期间费用率 16.51% (+0.97pct)，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 9.37%/2.93%/3.85%/0.36%，同比变动+1.02/-0.21/+0.01/+0.15pct，公司大力拓展工程代理商和经销商渠道，销售费用出现较快增长。22Q4 公司期间费用率 14.21% (-1.34pct)，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 7.40%/2.28%/4.07%/0.46%，同比变动-0.23/-0.81/-0.55/+0.25pct。23Q1 期间费用率 13.74% (-7.19pct)，其中销售/管理/研发/财务费率分别为 7.18%/2.70%/3.38%/0.48%，同比变动-5.13/-1.64/-0.67/+0.25pct。

多元化渠道成长潜力大，木门带动品类拓展创新：公司持续开拓多元客户，聚焦中东、北美等主流市场，坚持走出去战略；同步推进直营和代理商业工程，深化全渠道、全品类布局；在经销商渠道实施宣品引领、爆品切入、联品跟进的产品策略；跟随数字化时代的步伐，公司自建“欧派健康整装商城”和“欧派有品网上商城”，全面入驻电商平台。生产方面，公司充分发挥机械化大规模制造优势，充分了解客户对产品的需求，强化科技创新，增强主营产品优势与核心竞争力。生产方面，全流程优化产供体系，提升产供效率。

投资建议：我们调整 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.12/5.22/6.32 亿元，同增 237.9%/26.8%/21.1%，当前股价对应 PE 分别为 18/14/12X，维持“推荐”评级。

风险提示：地产数据低于预期；经销商管理风险；渠道拓展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	3,209	4,211	5,203	6,194
增长率 (%)	1.6	31.2	23.6	19.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	-299	412	522	632
增长率 (%)	-216.2	237.9	26.8	21.1
每股收益 (元)	-2.19	3.01	3.82	4.63
PE	-	18	14	12
PB	5.2	3.9	3.2	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 9 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
54.26 元

分析师 徐皓亮

执业证书：S0100522110001

邮箱：xuhaoliang@mszq.com

相关研究

1.江山欧派 (603208.SH) 2022 年年度业绩预亏公告点评：资产减值压力释放，经营符合预期-2023/01/31

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,209	4,211	5,203	6,194
营业成本	2,443	3,070	3,804	4,541
营业税金及附加	22	29	36	43
销售费用	301	299	413	492
管理费用	94	118	151	185
研发费用	124	152	193	238
EBIT	-247	514	651	787
财务费用	11	7	9	10
资产减值损失	-20	-17	-22	-26
投资收益	-18	-24	-29	-35
营业利润	-276	466	591	717
营业外收支	-3	1	1	1
利润总额	-279	467	592	717
所得税	27	45	57	69
净利润	-306	422	535	649
归属于母公司净利润	-299	412	522	632
EBITDA	-131	641	801	958

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,112	1,727	2,237	2,843
应收账款及票据	825	663	843	1,042
预付款项	13	28	35	42
存货	456	636	788	941
其他流动资产	286	381	449	520
流动资产合计	2,691	3,435	4,352	5,387
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,346	1,455	1,523	1,546
无形资产	258	262	270	278
非流动资产合计	1,775	1,890	1,947	1,977
资产合计	4,466	5,325	6,299	7,365
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,303	1,494	1,851	2,210
其他流动负债	767	932	1,138	1,354
流动负债合计	2,071	2,426	2,989	3,565
长期借款	73	73	73	73
其他长期负债	851	841	841	841
非流动负债合计	924	915	915	915
负债合计	2,995	3,341	3,904	4,479
股本	137	137	137	137
少数股东权益	56	67	81	97
股东权益合计	1,471	1,984	2,395	2,885
负债和股东权益合计	4,466	5,325	6,299	7,365

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.63	31.22	23.57	19.03
EBIT 增长率	-177.28	308.66	26.55	20.84
净利润增长率	-216.20	237.88	26.80	21.11
盈利能力 (%)				
毛利率	23.85	27.10	26.90	26.68
净利润率	-9.30	9.77	10.03	10.20
总资产收益率 ROA	-6.68	7.73	8.29	8.58
净资产收益率 ROE	-21.10	21.47	22.55	22.67
偿债能力				
流动比率	1.30	1.42	1.46	1.51
速动比率	1.04	1.11	1.15	1.20
现金比率	0.54	0.71	0.75	0.80
资产负债率 (%)	67.06	62.74	61.98	60.82
经营效率				
应收账款周转天数	84.66	50.00	46.00	46.00
存货周转天数	68.12	77.67	77.67	77.67
总资产周转率	0.70	0.86	0.90	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	-2.19	3.01	3.82	4.63
每股净资产	10.36	14.03	16.94	20.41
每股经营现金流	3.83	5.97	6.60	7.47
每股股利	2.00	0.91	1.16	1.40
估值分析				
PE	-	18	14	12
PB	5.2	3.9	3.2	2.7
EV/EBITDA	-53.12	9.89	7.27	5.44
股息收益率 (%)	3.69	1.68	2.13	2.58

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-306	422	535	649
折旧和摊销	116	127	150	171
营运资金变动	121	65	47	42
经营活动现金流	523	815	901	1,020
资本开支	-227	-220	-206	-201
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-224	-266	-235	-236
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-75	0	-10	0
筹资活动现金流	-254	66	-155	-178
现金净流量	47	615	511	606

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026